



- [Konjunktur](#)
- [Geldpolitik](#)
- [Staatsanleihen](#)
- [Aktien](#)
- [Gold](#)

- [Rohöl](#)
- [Immobilien](#)
- [Devisen](#)
- [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

Editorial: Geldpolitik im Umschaltspiel



gt/ Wie von uns im Jahresausblick für 2024 erwartet, steht das Umschalten der großen Notenbanken im Fokus der Finanzmärkte. Die Europäische Zentralbank hat sogar Historisches geleistet, in dem sie den Zinssenkungszyklus noch vor der US-Notenbank einläutete. Mittlerweile wurde der Einlagenszins in zwei Schritten um insgesamt 50 Basispunkte gesenkt. Der Refinanzierungssatz wurde an den Einlagensatz angenähert, so dass der früher maßgebliche Leitzins sogar um 85 Basispunkte ermäßigt wurde. Die Fed hat im September nachgezogen und in einem ersten Schritt die Fed Funds Rate um 50 Basispunkte gesenkt.

Aber selbst auf dem reduzierten Niveau von aktuell 3,5 % beim Einlagensatz und vom 4,88 % bei der Fed Funds Rate wirkt die Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks noch restriktiv. Da sich in beiden Regionen die Inflationsraten in Richtung der Zielmarke von 2 % bewegen, wäre ein zu langes Festhalten an deutlich höheren Leitzinsen nicht angemessen. In einem Umfeld rückläufiger Inflationsraten ist vielmehr das zügige Umschalten der Notenbanken für die Wirtschaft von essentieller Bedeutung. In Deutschland, das sich in einem besonders schwierigen konjunkturellen Umfeld befindet, sank die Inflationsrate zuletzt mit 1,9 % schon unter die 2 %-Marke. Hält die EZB zu lange an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, wächst die Gefahr, dass sie die Konjunktur abwürgt und die Inflationsraten in den deflationären Bereich fallen.

Daher ist davon auszugehen, dass die beiden wichtigsten Notenbanken der Welt den Zinssenkungszyklus nun kontinuierlich und planmäßig fortsetzen. Wir erwarten, dass die EZB den Einlagenszins bis auf 2,5 % und die Fed ihren Leitzins auf 3,25 bis 3,5 % senken wird. Der Weg dorthin mit zahlreichen Lockerungen dürfte bereits als expansive Geldpolitik wahrgenommen werden. Allerdings wird sich dieser Prozess hinziehen. Streng genommen dürfte es noch bis Mitte nächsten Jahres dauern, bis die Notenbanken die Konjunktur nicht mehr bremsen.

Von diesem Kurs sollten insbesondere Deutschland und die Eurozone profitieren. Strukturell hemmende Faktoren wie Bürokratie, hohe Energiepreise und damit mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bleiben aber deutlich länger ein Thema als die restriktive Geldpolitik. Ein Umschalten wäre daher auch hier dringend angeraten, um nicht noch mehr Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

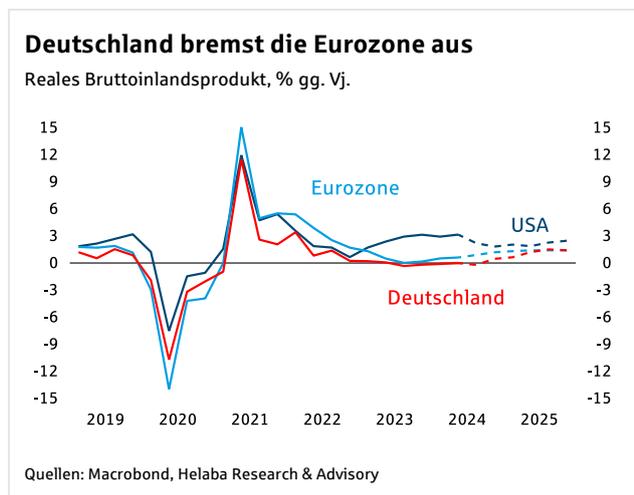
Konjunktur: Stimmungseintrübung in Deutschland setzt sich fort



- Weltwirtschaft weiterhin nicht in Rezession, aber auch kein Aufschwung in Sicht
- Sorgen über einen konjunkturellen Einbruch in den USA scheinen übertrieben
- China bleibt eher eine Bremse für die globale Konjunktur – nicht zuletzt aus politischen Gründen
- Für 2024 Stagnation erwartet in Deutschland, 0,8 % Wachstum in der Eurozone
- Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone gehen im August auf 1,9 % bzw. 2,2 % zurück
- US-Teuerungsrate fiel im August mit 2,5 % ebenfalls niedriger aus

pf/ Die Situation der **Weltwirtschaft** lässt sich weiter wahlweise als „**halb leeres oder halb volles Glas**“ charakterisieren. Trotz des Inflationsschocks und des darauffolgenden kräftigen Zinsanstiegs der letzten Jahre in den wichtigsten Industrieländern ist die globale Konjunktur insgesamt bisher um eine Rezession herumgekommen. Vielerorts – nicht nur in Deutschland – ist das Wachstum aber enttäuschend, von einem baldigen Aufschwung ist nichts zu erkennen.

In den **USA** gibt es trotz der Panikattacke im Zusammenhang mit dem **Arbeitsmarktbericht** zum Juli auch immer wieder positive Überraschungen: Das Wachstum im zweiten Quartal wurde auf 3 % (annualisierte Vorquartalsrate) revidiert, weil der Konsum besser lief. Dessen Dynamik bleibt bis ins dritte Quartals hinein hoch, denn im Juli legte der **private Konsum** real um 0,4 % gegenüber Vormonat zu.



China liefert dem Rest der Welt derzeit wenig konjunkturelle Impulse. Durch den andauernden Streit mit den westlichen Industrieländern über Handel und Technologie trägt es zur Verunsicherung bei, die den internationalen Unternehmen zu schaffen macht. Schritte zur Stabilisierung des **Immobilienmarktes** und Anzeichen der Deeskalation in **Handelsstreitigkeiten** gehen in die richtige Richtung, werden aber kaum eine kurzfristige Wende bringen.

saz/ Nach dem leichten Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im zweiten Quartal signalisieren die seitdem veröffentlichten Wirtschaftsdaten, dass auch das dritte Quartal eher schwach ausfallen dürfte. Sämtliche deutsche Stimmungsindikatoren waren im dritten Quartal rückläufig.

Insbesondere die ZEW-Konjunkturerwartungen zeigen eine massive Stimmungseintrübung. Der Indikator wies im Juni noch einen Wert von 47,5 aus, aktuell steht der Saldo nur noch bei 3,6 (September). Die Entwicklung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe war im Juli ebenfalls negativ (-3,2 % gg. Vm.). Für den weiteren Jahresverlauf ist also von einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung auszugehen. Unsere **Prognose für das deutsche Wirtschaftswachstum 2024** liegt bei **0,0 %**.

Die inzwischen veröffentlichten Detailergebnisse für das deutsche BIP im zweiten Quartal enthalten auch die Wachstumsraten der Komponenten. Die **privaten Konsumausgaben** nahmen im vergangenen Quartal preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal ab. Zudem wurde der Rückgang des privaten Konsums im ersten Quartal auf 0,3 % gegenüber dem Schlussquartal 2023 revidiert. In der Summe haben die privaten Konsumausgaben damit bisher 2024 mehr oder weniger stagniert – eine enttäuschende Entwicklung angesichts der Kaufkraftgewinne aufgrund deutlich steigender Reallöhne. Für die zweite Jahreshälfte ist hier jedoch mit zumindest leichtem Wachstum zu rechnen.

Die **Konsumausgaben des Staates** nahmen im zweiten Quartal hingegen deutlich zu. Mit einer Wachstumsrate

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Deutschland	3,6	1,4	-0,1	0,0	1,2
Eurozone	6,0	3,5	0,5	0,8	1,4
USA	5,8	1,9	2,5	2,5	2,2
Welt	6,6	3,0	3,1	2,9	3,0

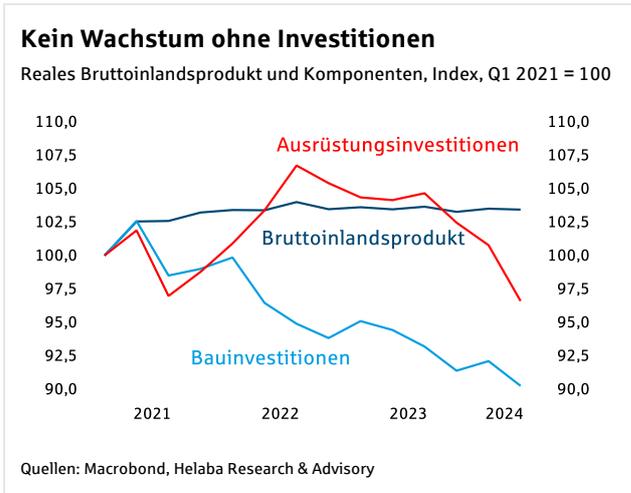
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

von 1 % gegenüber dem Vorquartal sorgte diese Komponente quasi im Alleingang dafür, dass der Rückgang des BIP im zweiten Quartal nicht noch stärker ausgefallen ist. Denn neben dem Staatskonsum wiesen lediglich die sonstigen Anlagen sowie die Vorratsveränderungen positive Wachstumsraten aus.

Vor allem von den Investitionen gingen zuletzt negative Impulse aus. Sowohl die **Ausrüstungsinvestitionen** (-4,1 % gg. Vq.) als auch die **Bauinvestitionen** (-2,0 % gg. Vq.) entwickelten sich im vergangenen Quartal sehr schlecht. Auch für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir damit, dass beide Komponenten das Bruttoinlandsprodukt dämpfen.

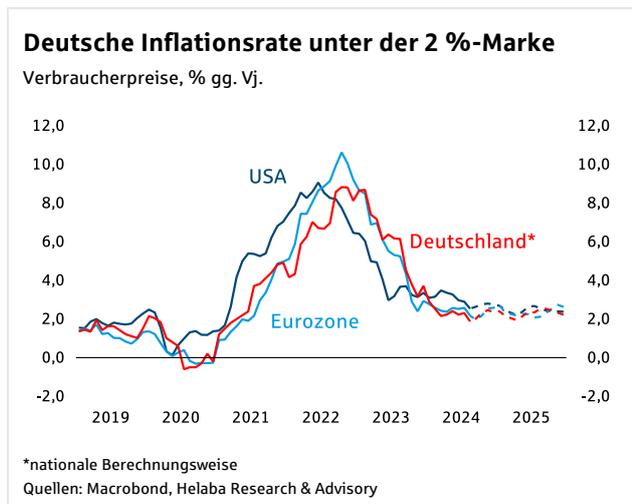
In saison- und kalenderbereinigter Betrachtung gingen die realen Exporte im zweiten Quartal leicht zurück (-0,2 % gg. Vq.), während die realen Importe stagnierten. Daraus folgt, dass der Außenbeitrag leicht schrumpfte (-0,1 % gg. Vq.). Vom deutschen Außenhandel kamen im vergangenen Quartal demnach ebenfalls keine Wachstumsimpulse. In der zweiten Jahreshälfte dürften die Ex- und Importe jedoch wieder zunehmen und einen positiven Wachstumsbeitrag leisten.

Die **Eurozone** dürfte 2024 mit einem Wachstum von 0,8 % zum vierten Mal in Folge stärker zulegen als Deutschland. In vielen Ländern des gemeinsamen Währungsraumes sorgen die Dienstleistungen für mehr Dynamik als hierzulande. Zugleich sind die Probleme im Verarbeitenden Gewerbe weniger ausgeprägt. Frankreich hat seine



Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert. Spanien und Italien profitieren weiterhin von den umfangreichen Brüsseler Hilfszahlungen und dem sich belebenden Tourismus. 2025 dürfte sich das Wachstum in den großen Ländern der Eurozone allerdings annähern.

Die **deutsche Inflationsrate** lag im August mit 1,9 % erstmals seit März 2021 unter der 2 %-Marke. Die Verbraucherpreise nahmen gegenüber dem Vormonat um 0,1 % ab. Auch in der Eurozone fiel die Preissteigerung im August niedriger aus. Hier stiegen die Verbraucherpreise gegenüber Juli um 0,2 %. Im Vorjahresvergleich erhöhten die Verbraucherpreise sich demnach um 2,2 %. Die Kernrate reduzierte sich leicht auf 2,8 % (Juli: 2,9 %). Gegen Ende des Jahres ist in Deutschland



und der Eurozone wieder mit etwas höheren Inflationsraten zu rechnen. Grund dafür sind die im vergangenen Herbst stark gesunkenen Energiepreise. Im Vorjahresvergleich wirken die aktuell niedrigeren Preise für Kraftstoffe dann nicht mehr so entlastend wie derzeit.

Die **US-Inflation** war im Juli erstmals unter 3 % gefallen und ist im August weiter auf 2,5 % zurückgegangen – vor allem dank der Energie-Komponente, die 4 % unter dem Vorjahresmonat lag. Allerdings verharrte die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel bei 3,2 %. Verantwortlich hierfür sind vor allem die nach wie vor überdurchschnittlichen Preisanstiege bei Dienstleistungen mit einem Plus von fast 5 %. Insgesamt ermöglichte aber der weitere Rückgang der Inflation der US-Notenbank, den Zinssenkungszyklus im September zu beginnen. Für 2024 rechnen wir mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um jahresdurchschnittlich 3 %, der sich 2025 auf 2,5 % reduzieren sollte.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Deutschland*	3,1	6,9	5,9	2,3	2,3
Eurozone	2,6	8,4	5,4	2,4	2,4
USA	4,7	8,0	4,1	3,0	2,5

p=Prognose, *nationale Abgrenzung
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Geldpolitik: Gemeinsam im Zinssenkungsmodus



- Wie erwartet hat die EZB im September die Leitzinsen ein zweites Mal gesenkt
- Vorerst weiterhin schwache Konjunkturdaten dürften den Tauben im EZB-Rat Rückenwind geben
- Bis Mitte nächsten Jahres wird der Einlagensatz vermutlich bis auf 2,5 % fallen
- US-Notenbank hat Zinswende mit Senkung um 50 Basispunkte eingeleitet
- Konjunktur- und Inflationseentwicklung sowie Leitzinsprojektionen sprechen für weitere Schritte
- US-Zinssenkungszyklus dürfte im nächsten Jahr bei 3,25 %–3,50 % auslaufen

uk/ Die EZB hat nach einer Zinssenkung um 25 Basispunkte im Juli und einer Zinspause im August nun den zweiten, vorsichtigen Zinsschritt vollzogen. Dieser war erwartet worden, zumal sich die Bedingungen für eine Lockerung zuletzt deutlich in diese Richtung entwickelt hatten. Schwache **Konjunkturdaten** und ein sinkender **Ölpreis** haben die **Inflationserwartungen** der Anleger bereits auf das Niveau der EZB-Zielmarke von 2 % gedrückt. Auch die Teuerung im Euro-Raum hat mit 2,2 % ein annähernd akzeptables Niveau erreicht.

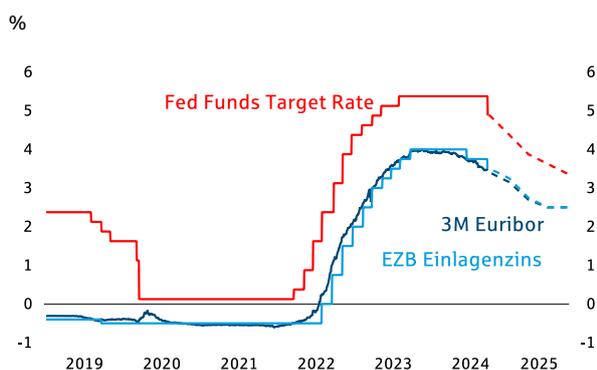
Für größere Zinsschritte dürfte es allerdings kaum reichen: So haben sich die **Dienstleistungspreise** im Euroraum im August auf 4,2 % gegenüber dem Vorjahr beschleunigt. Diese Entwicklung spricht auch für eine **Zinssenkungspause** bei der nächsten Sitzung Mitte Oktober. Danach könnte sich das Tempo der Lockerung jedoch beschleunigen. Ziel ist ein **neutrales Leitzinsniveau um 2,5 %**. Würde der Euroraum jedoch 2025 in eine Rezession abgleiten, dürfte die EZB nicht zögern, in den Bereich der expansiven Geldpolitik zu wechseln.

Inflationserwartungen und Terminalsätze bei 2 %
Euroraum, %



*5Y5Y Inflation Forward
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Fed und EZB: Gemeinsam abwärts



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

uw/ Die US-Notenbank hat die **Zinswende** eingeleitet und erstmals seit Frühjahr 2020 das Leitzinsband gesenkt, um 50 Basispunkte auf 4,75 % bis 5,00 %. Weitere Schritte werden folgen. Darauf lassen die **Leitzinsprojektionen** der FOMC-Mitglieder schließen, die deutlich nach unten angepasst wurden. Bis Ende 2025 wird im Median ein Leitzinsniveau von 3,25 % bis 3,50 % für angemessen erachtet. Die Marktteilnehmer rechnen mit noch mehr Zinssenkungen. Im Lichte der jüngsten Entscheidung gehen wir davon aus, dass der Lockerungsprozess schneller vonstattengeht als bislang erwartet und bereits in Q3/2025 bei einem Niveau von 3,25 % bis 3,50 % zum Erliegen kommen wird.

Entscheidend für die US-Geldpolitik ist die Konjunktur- und Preisentwicklung. Wir halten eine fortge-

setzte Abkühlung am Arbeitsmarkt für wahrscheinlich. Schon jetzt ist ein Schwungverlust erkennbar und die ISM-Indizes lassen auf eine geringe Dynamik der konjunkturellen Entwicklung schließen. Zudem dürfte der Preisdruck im Trend nachlassen. Letztlich waren es die Inflationfortschritte und die Ausgewogenheit der Risiken, was die Fed

zu einer beherzten Zinssenkung bewogen hat. Die Kernteuerungsrate ist mit Werten oberhalb von 3 % aber noch etwas hoch, sodass zukünftig ein vorsichtiges Vorgehen der Fed in Abhängigkeit der Datenveröffentlichungen zu erwarten ist.

%	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
3M Euribor	3,46	3,15	2,70	2,50	2,50
EZB Einlagensatz	3,50	3,25	2,75	2,50	2,50
Fed Funds Rate	4,88	4,38	3,88	3,63	3,38

* 18.09.2024

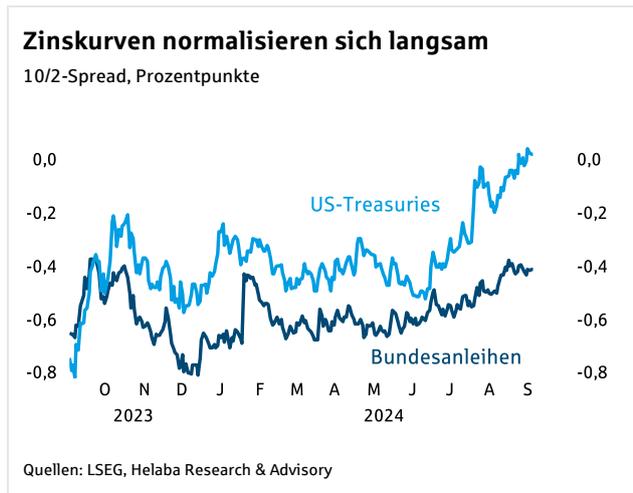
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Bereits sehr viel eingepreist



- Vor allem schwache Konjunkturdaten treiben Zinssenkungsfantasie an
- 10/2-Spread in den USA ist erstmals seit Mitte 2022 wieder positiv
- Zinsstrukturkurve bei Bundesanleihen ist noch leicht invers
- In den Anleihekursen sind bereits sehr hohe Zinssenkungserwartungen eingepreist
- 10-jährige US-Treasuries loten gerade die Jahrestiefstände für 2024 aus
- 10-jähriger Bunds am Jahresende nahe 2 % erwartet

uk/ Im Zuge der geldpolitischen Wende ist die **US-Zinsstrukturkurve** (10-jährige minus 2-jährige US-Staatsanleihen) erstmals seit Mitte 2022 wieder **positiv** geworden – wenn auch nur leicht. Die nunmehr weitgehend flache



Zinskurve beinhaltet quasi den kommenden Zinssenkungszyklus. Interessanterweise notiert die **zweijährige Rendite mit 3,6 % nahe dem langfristigen Durchschnittswert** der letzten 40 Jahre. Die Spanne in diesem langen Zeitraum reichte dabei von rund 13 % (1984) bis zu fast 0 % (2021). Auf welchem Niveau sich die Rendite letztlich einpendelt, hängt von der US-Notenbank ab, die ihrerseits natürlich auf das Inflationsumfeld reagiert. Die Anleger gehen derzeit davon aus, dass sich die US-Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt mittelfristig im Bereich von **3 % bis 4 %** bewegen werden.

Der entsprechende Vergleich für den Euroraum zeigt bei Bundesanleihen aktuell noch eine **leicht inverse Zinsstruktur**. Erfahrungsgemäß ist der US-Renten-

markt etwas schneller bei solchen Anpassungen – auch wenn diesmal die EZB früher als die Fed die Zinswende eingeleitet hat. Die Zinssenkungserwartungen in den USA haben in den letzten Monaten spürbar stärker zugelegt.

Ein weiterer Faktor für den **höheren 10/2-Spread** in den USA könnten auch die bereits etwas gestiegenen Risikoaufschläge bei langen Laufzeiten sein. Beide Präsidentschaftskandidaten wollen offenbar an den hohen US-Defiziten und der deutlich steigenden **Staatsverschuldung** nicht wirklich etwas ändern.

Unabhängig davon ist die Stimmung an den Rentenmärkten diesseits und jenseits des Atlantiks relativ gut. Bei Bundesanleihen befinden wir uns in der **Nähe der Tiefstände vom Jahresanfang**. Bei 10-jährigen US-Treasuries sind wir bereits darunter, getrieben von Konjunktursorgen und niedrigeren Inflationserwartungen sowie einer gewissen **Vorfreude auf die Zinswende**. Die 10-jährigen Bundesanleihen haben sich zuletzt der 2 %-Marke genähert. Es ist zu erwarten, dass sie diese früher oder später testen werden.

Allerdings dürfte das **Kurspotenzial** inzwischen bereits **weitgehend ausgeschöpft** sein. Zu Jahresende 2024

erwarten wir die Renditen 10-jähriger US-Treasuries bei etwa 3,8 %, bei 10-jährigen Bundesanleihen um 2,1 %.



%	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
10j. Bundesanl.	2,19	2,10	2,00	2,00	2,30
10j. US-Treasuries	3,70	3,80	3,70	3,70	3,80

* 18.09.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Von Notenbanken unterstützt



- Aktien konnten im dritten Quartal nicht an die Dynamik der ersten Jahreshälfte anknüpfen
- Weltweit schwache Konjunkturindikatoren lassen immer wieder Wachstumsängste aufkommen
- Wachstumserwartungen für Unternehmensgewinne sind dagegen überdurchschnittlich hoch
- Inzwischen eingeleiteter Zinssenkungskurs wichtiger Notenbanken unterstützt Aktien
- Euro-Aktien sind weiterhin moderat bewertet, US-Titel optisch teuer
- Anlegerstimmung in Deutschland verhalten, in den USA herrscht gemäßiger Optimismus

mr/ Aktien waren nervös in den Angstmonat September gestartet. Auch wenn die Minuszeichen noch nicht ganz verschwunden sind, wurden sie merklich kleiner. Die Themen sind nach wie vor dieselben: Aktien wandeln auf einem schmalen Grat zwischen Zinssenkungshoffnungen und Wachstumsängsten. Weltweit überraschen die Konjunkturdaten noch immer mehrheitlich negativ und sorgen für **Wachstumssorgen oder gar Rezessionsängste**, die immer wieder zu unvermittelten Kursrücksetzern führen. Positiv ist jedoch anzumerken, dass der Anteil negativer Konjunkturüberraschungen sowohl weltweit als auch in den großen Industrieländern inzwischen nachlässt. Zudem liegen die **Inflationsdaten** – Ausnahmen bestätigen die Regel – in der Summe noch leicht unter den Erwartungen. Damit bleibt die Zinssenkungsfantasie erhalten und stützt zumindest die Aktienmärkte.



Die EZB hat bereits zum zweiten Mal den Leitzins gesenkt. Die Fed schwenkte nun mit einem 50 Basispunkte Schritt in den Zinssenkungszyklus ein. Dennoch würde die Gleichung fallende Zinsen = steigende Aktien zu kurz greifen. Dies zeigt sich nicht nur, wenn man den DAX-Verlauf seit der ersten EZB-Zinssenkung betrachtet. Schließlich ist der Zins nur eine Komponente der Aktiengleichung, eine andere sind die **Unternehmensgewinne**.

Wir haben die Effekte für den US-Aktienmarkt in den Zinssenkungsphasen seit 1946 untersucht und zwei entgegengesetzte Effekte beobachtet: Einen negativen, dass die **Unternehmensgewinne** in 50 % der Fälle sanken, und einen positiven, dass es in 67 % der Fälle zu einer **Bewertungsexpansion** kam. Eine Kursbewegung lässt sich fundamental auf eine Veränderung der Unternehmensgewinne und eine Veränderung der Bewertung zurückführen. Je nachdem, welcher der beiden in dieser Phase entgegen gerichteten Effekte überwiegt, resultieren daraus steigende oder fallende Notierungen.

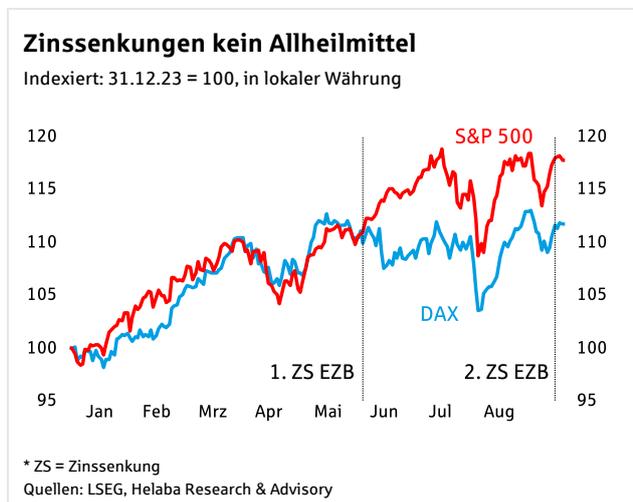
Indexpunkte	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
DAX	18.711	19.000	19.300	19.500	19.750
Euro Stoxx 50	4.835	5.050	5.100	5.150	5.200
S&P 500	5.618	5.650	5.700	5.750	5.800

* 18.09.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Wir haben die Effekte für den US-Aktienmarkt in den Zinssenkungsphasen seit 1946 untersucht und zwei entgegengesetzte Effekte beobachtet: Einen negativen, dass die **Unternehmensgewinne** in 50 % der Fälle sanken, und einen positiven, dass es in 67 % der Fälle zu einer **Bewertungsexpansion** kam. Eine Kursbewegung lässt sich fundamental auf eine Veränderung der Unternehmensgewinne und eine Veränderung der Bewertung zurück-

führen. Je nachdem, welcher der beiden in dieser Phase entgegen gerichteten Effekte überwiegt, resultieren daraus steigende oder fallende Notierungen.



Anders als der DAX ist der **S&P 500 bereits recht hoch bewertet**. Somit scheint es in diesem Zyklus nicht viel Raum für eine weitere Bewertungsexpansion zu geben. Daher bleibt das Thema Wachstums- und Gewinnperspektiven ganz oben auf der Agenda, denn für weiter steigende Notierungen müssten die Unternehmensgewinne entsprechend zulegen. Wenn sich also die globalen **Konjunkturperspektiven** aufhellen, würde dies vermutlich die Zinssenkungserwartungen (etwas) bremsen. Unter dem Strich sollten Aktien aber von **verbesserten Unternehmensgewinnerwartungen** profitieren.

Gold: In Rekordzeit zu neuen Rekorden



- Goldpreis markiert neue Hochs im Vorfeld der Fed-Zinswende
- Sowohl Tempo als auch Höhe der Rekordmarken in diesem Jahr ungewöhnlich stark
- Sehr viel Zinseuphorie ist eingepreist, sodass nun eine Preisberuhigung ansteht
- Bis Jahresende eher Seitwärtsbewegung um 2.500 US-Dollar je Feinunze zu erwarten



Deshalb rechnen wir für die kommenden Monate eher mit einer **Seitwärtsbewegung** bei Gold um 2.500 US-Dollar bzw. 2.280 Euro je Feinunze. Zu neuen Rekorden dürfte es erst im kommenden Jahr kommen.

cw/ Schon allein die Vorfreude auf die Zinswende der US-Notenbank hat Gold binnen kurzer Zeit weitere **Rekordmarken** beschert, sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung. Dabei dürfte sich das hohe Tempo dieser Rally so nicht fortsetzen. Das zinslose Asset Gold **gewinnt zwar an Attraktivität**, wenn die Geldpolitik die Zinsen zurückführt. Doch signalisieren sowohl Fed als auch EZB ein behutsames Vorgehen. Anders als in den Zyklen zuvor kann zudem nicht mit Nullzinsen gerechnet werden. Somit sollte inzwischen sehr viel vom anstehenden Expansionskurs der Fed im Goldpreis berücksichtigt sein. Vielmehr hat zuletzt das **Risiko einer Übertreibung** zugenommen, da die Zinseuphorie der Investoren nachlassen dürfte, wenn Konjunktur oder Inflation weniger forcierte Senkungen erfordern.

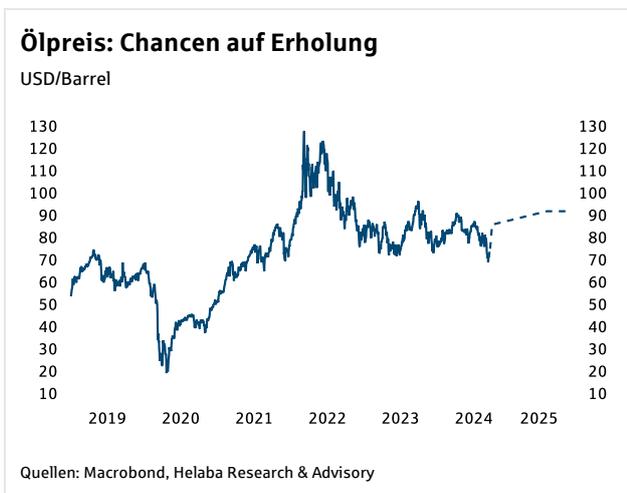
Preis / Feinunze	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
Gold in Euro	2.301	2.273	2.273	2.261	2.261
Gold in US-Dollar	2.559	2.500	2.500	2.600	2.600

* 18.09.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Rücksetzer führte Ölpreise auf neue Jahrestiefs



- Globale Konjunktursorgen lasten auf Ölnotierungen – Industrieschwäche in Europa
- Chinas Ölimporte im August deutlich gestiegen, saisonbereinigt steigender Trend seit November
- OPEC verschiebt Rücknahme der Förderkürzungen um zwei Monate auf Dezember
- Hohe spekulative Short-Positionen bieten Potenzial für schnelle Erholung



Rückführung der Förderkürzungen erst im Dezember starten zu lassen, statt bereits im Oktober. Dies und die Tatsache, dass hohe spekulative **Short-Positionen** bestehen, signalisieren Erholungspotenzial für die Ölnotierungen.

ru/ Die Schwäche der **europäischen Industrie** hat sich mit den jüngsten Datenveröffentlichungen fortgesetzt. In den USA ist die Dynamik des Verarbeitenden Gewerbes ebenfalls unzureichend, sodass zuletzt globale Konjunktursorgen die Ölpreise belastet haben. In diesem Zusammenhang wird immer wieder auf die schwächelnde Konjunktur in China verwiesen. Es ist aber zu beachten, dass die saisonbereinigten **Ölimporte Chinas** seit November im Trend gestiegen sind. Angesichts der gedämpften Entwicklung haben **IEA und OPEC** im laufenden Monat die Projektionen für die Nachfrageentwicklung gesenkt. Der weltweite Nachfrage-Peak wird aber weiterhin erst zum Ende der Dekade erwartet. Die OPEC hat zudem beschlossen, die

Preis / Barrel	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
Rohöl Brent	74	88	90	92	92

* 18.09.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

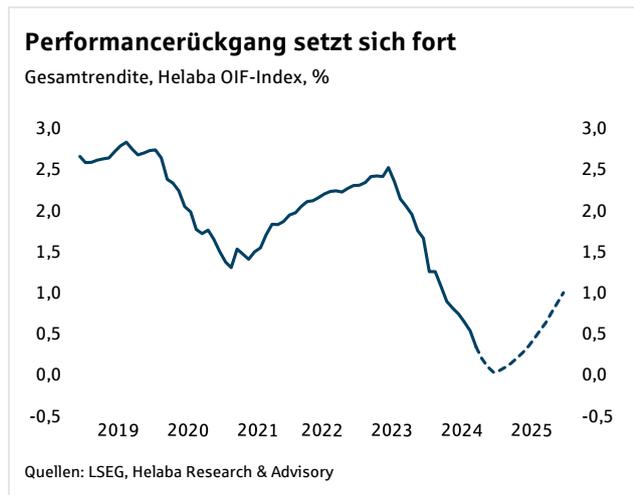
Immobilien: Geringe Wohnungsbautätigkeit verschärft Knappheit



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei nur noch 0,3 % (Vormonat: 0,5 %)
- Performance offener Immobilienfonds erholt sich wahrscheinlich im nächsten Jahr
- Neuer Höchstwert der Mittelabflüsse bei offenen Fonds im Juli mit 729 Mio. Euro
- Leitzinssenkungen verbessern die relative Attraktivität der Immobilienanlage
- Wohnungsbaugenehmigungen liegen Januar bis Juli 21 % unter Vorjahreszeitraum
- Wohnungsknappheit vor allem in Ballungszentren treibt Mieten und stabilisiert Wohnungspreise

pr/ Die **offenen Immobilienfonds** haben zuletzt ihren Negativtrend fortgesetzt. Die Performance des Helaba OIF-Index, der die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter abbildet, sank zuletzt auf 0,3 %. Das **Gesamt-**

volumen der Fondskategorie belief sich im Juli 2024 auf 127 Mrd. Euro und lag damit 4 % unter dem Vorjahresniveau. Die **Mittelabflüsse** betragen nach Angaben der Deutschen Bundesbank im Juli 729 Mio. Euro (Juni: 241 Mio.), der Höchstwert seit Beginn der Abflüsse vor einem Jahr. Insgesamt sind fast 3,6 Mrd. Euro abgeflossen. Zum Vergleich: Zwischen 2018 und 2022 wuchs das Fondsvolumen noch um durchschnittlich 7,7 Mrd. Euro jährlich. Laut Scope Analysis lag die **Liquiditätsquote** der Fonds im April mit 14,5 % deutlich über der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestliquidität von 5 %. Wir erwarten deshalb, dass die Fonds die Mittelrückgaben ohne kurzfristigen Verkaufsdruck oder Anteilsaussetzung bedienen können. Die Zinssenkungen der Zentralbanken führen zu etwas

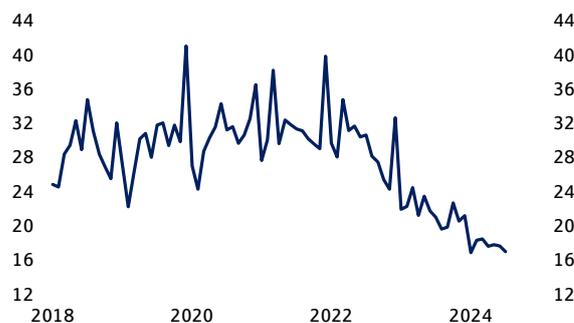


günstigeren Finanzierungsbedingungen und verbessern die **relative Attraktivität** von Immobilienanlagen. So ist die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von 2,9 % (Okt. 2023) auf zuletzt 2,2 % gesunken und entspricht damit dem 10-Jahres Durchschnitt des Helaba OIF-Index. Vier der Fonds verzeichnen aktuell eine Rendite, die auf oder über dem Niveau der 10-jährigen Bundesanleihe liegt. Für das nächste Jahr erwarten wir, dass offene Immobilienfonds durch verbesserte Marktbedingungen und damit zurückgehende Abschreibungen ihre **Performancedelle** überwinden.

Im Wohnungsbau ist die Zahl der **Baugenehmigungen** weiter rückläufig. Für die ersten sieben Monate des Jahres wurde ein Minus von 21 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum 2023 und 43 % gegenüber 2022 gemeldet. Durch den geringen Neubau entfernt sich die Bundesregierung immer weiter von ihrem Ziel, 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr zu schaffen. 2023 wurden nur 294.400 Wohnungen fertiggestellt. Gestiegene Baukosten, höhere Kreditzinsen und strengere Nachhaltigkeitsanforderungen bremsen zusätzlich. Obwohl fallende Zinsen nun eine Entlastung für die Immobilienwirtschaft darstellen, sind zusätzliche finanzielle und strukturelle Anreize notwendig, um die Bautätigkeit anzukurbeln. Die zunehmende Knappheit am deutschen Wohnungsmarkt wird im kommenden Jahr zu weiter **steigenden Mieten** und wieder **zunehmenden Wohnimmobilienpreisen** vor allem in den Ballungszentren führen.

Stabilisierung auf niedrigem Niveau?

Wohnungsbaugenehmigungen, Tausend



% gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,0	1,0
Wohnimmobilien**	10,3	7,2	-5,0	-1,5	2,5
Gewerbeimmobilien**	-0,8	-0,4	-10,2	-5,5	1,0

*offene Immobilienfonds (Jahresrendite); **vdp Preisindizes Deutschland (Jahresdurchschnitt); p=Prognose; Quellen: vdp, LSEG, Helaba Research & Advisory

Devisen: Dollar-Kurs beruhigt sich



- US-Dollar stabilisiert sich nach Schwächephase, da manche Sorgen überzogen waren
- US-Präsidentenwahl birgt Risiken, Folgen sind jedoch unsicher
- Euro-Dollar-Kurs dürfte vorerst auf der Stelle treten, hat aber 2025 Anstiegspotenzial
- Britisches Pfund wird geldpolitische Unterstützung verlieren, da Bank of England mehr lockert
- Stärkerer Schweizer Franken wird wohl wieder ausgebremst und dürfte leicht nachgeben
- Japanischer Yen weiter mit Rückenwind, wenngleich temporäre Gegenbewegungen möglich

ca/ Der **US-Dollar** hat sich nach seiner Schwächephase im Sommer stabilisiert. Konjunkturelle Sorgen und damit einhergehende Zinssenkungserwartungen belasteten die US-Währung. Manche dieser Ängste und Spekulationen scheinen aber überzogen, zumal auch anderorts Probleme existieren. Die nun vollzogene Zinswende der US-Notenbank sollte erst einmal keine ganz großen Impulse für den Euro-Dollar-Kurs geben. Schließlich ist der weitere geldpolitische Pfad damit noch nicht genau vorgegeben, weder für die Fed noch für die EZB.

Die **US-Konjunktur verliert ein wenig an Fahrt**. Dennoch spricht wenig für einen deutlichen Abschwung. Der Arbeitsmarkt kühlt sich sukzessive ab, die Beschäftigung legt aber weiter zu. Die Stimmungsindikatoren zeigen ein gemischtes Bild mit positiven und negativen Überraschungen. Auch bei den „harten“ Daten fallen die Indikatoren uneinheitlich aus. Die US-Inflation sinkt im Trend. Gleichwohl liegt die Kernrate noch über 3 %, was den Zinssenkungskurs der Fed drosseln könnte. Grundsätzlich hat sie aber die **Zinswende vollzogen** und wird weiter lockern. Der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro hatte sich bereits reduziert. Hier ist angesichts der weit vorangeschrittenen Zinssenkungserwartungen aber ebenfalls mit einer Stabilisierung zu rechnen.



Die anstehenden **US-Präsidentenwahlen** werfen ebenso ihren Schatten voraus. Mit der Kandidatur von Kamala Harris ist das Rennen um die Präsidentschaft wieder völlig offen. Während ein Sieg der Demokratin vermutlich wenig an der Wirtschaftspolitik und damit am Devisenmarkt ändern würde, sähe das unter einem Präsident Trump anders aus. Insbesondere die Einführung bzw. Erhöhung von Strafzöllen sollte inflationär wirken. Die Folgen für den Devisenmarkt hängen dann von der Reaktion der US-Notenbank ab. Der Dollar soll unter **Trump** einerseits Weltleitwährung bleiben, andererseits sieht er die Dollar-Stärke skeptisch. Wie der Devisenmarkt auf einen Trump-Sieg reagieren würde, ist damit unsicher.



Für den Euro-Dollar-Kurs ist aber auch die Entwicklung in der Eurozone bedeutsam. Während die deutsche Konjunktur angeschlagen ist, sieht die Lage in der gesamten Eurozone freundlicher aus. Angesichts der rückläufigen Teuerung kann die EZB nach ihrem jüngsten Schritt die Zinsen weiter senken. Für einen beschleunigten Lockerungskurs spricht dennoch wenig.

Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte damit nach den sommerlichen Bewegungen **in ruhigeres Fahrwasser** geraten und um 1,10 schwanken. Wenn die Fed ihre Politik 2025 deutlicher als die EZB lockert, könnte der US-Dollar wieder stärker unter Druck geraten.

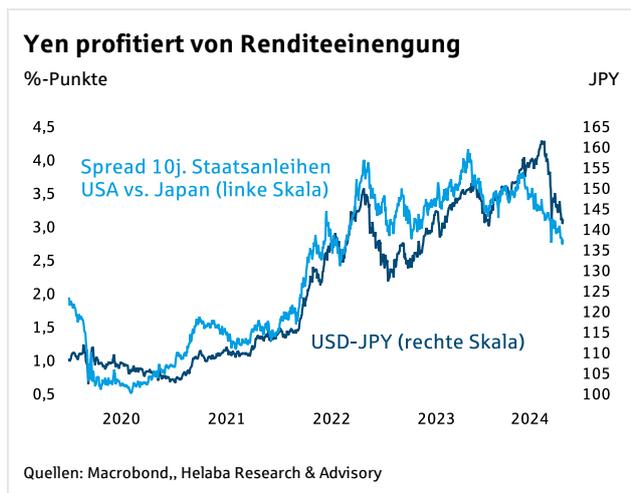
Das **Britische Pfund** konnte sich von einem kurzen Durchhänger nach der Zinswende der Bank of England erholen. Aktuell geben die Wachstums- und Inflationszahlen der Notenbank in Großbritannien vielleicht etwas weniger Spielraum für Lockerungen als anderswo. Das kann sich allerdings in den nächsten Monaten durchaus ändern. Nach dem überraschend kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr deuten jüngste Zahlen auf eine gemächlichere Dynamik im zweiten Halbjahr hin.

Die Inflation hat insgesamt das angestrebte Niveau von 2 % erreicht und die noch zu hohe Kernrate wird vermutlich ebenfalls sukzessive nachlassen. Die erhöhte Teuerung im Dienstleistungssektor sollte sich verringern, da die Lohnanstiege abebben. Eine rückläufige Kerninflation würde der **Bank of England** dann mehr Spielraum für Lockerungen geben. Aufgrund des im Vergleich zur Eurozone höheren Zinsniveaus besteht in Großbritannien mehr Senkungspotenzial. Die Renditedifferenzen unterstützen die bisherige Pfund-Stärke ohnehin nur bedingt. Die britische Währung dürfte daher allmählich abwerten und der Euro-Pfund-Kurs leicht steigen.

Der **Schweizer Franken** neigt weiter zur Stärke und konnte die Verluste aus dem ersten Halbjahr weitgehend wettmachen. Die Aussicht auf geldpolitische Lockerungen von Fed und EZB drückte die Kapitalmarkttrenditen. Da die Schweizer Renditen ohnehin schon sehr niedrig waren, verringerte sich deren Zinsnachteil. Auch eine erhöhte Risikoaversion kann den sicheren Anlagehafen aus der Schweiz begünstigen. Allerdings hat die Nervosität an den Märkten wieder nachgelassen, der Franken reagierte aber nicht darauf.



In der Schweiz liegt die Inflation trotz eines soliden Wachstums recht niedrig. Daher wird die Schweizer Notenbank ihren Leitzins voraussichtlich weiter senken. Angesichts der Franken-Stärke werden wohl auch **Devisenmarktinterventionen** wieder ein Thema. Zudem könnten die Zinssenkungsspekulationen für die EZB vom Ausmaß überzogen sein, was wiederum den Schweizer Renditenachteil ausweiten könnte. Der Euro-Franken-Kurs dürfte daher mittelfristig wieder höher notieren.



Marktnervositäten sie zeitweise zur Vorsicht ermahnen. Damit dürfte der **Yen im Prinzip weiter aufwerten**. Da die Zinssenkungserwartungen andernorts vielleicht überzogen sind, sollten jedoch temporäre Gegenbewegungen nicht überraschen.

Der **Japanische Yen** konnte selbst gegenüber dem US-Dollar zulegen. Rückläufige Treasury-Renditen lassen den japanischen Zinsnachteil schmelzen. In Japan ist das Renditeniveau recht stabil. Schließlich orientiert sich die Bank of Japan in eine andere Richtung. Selbst wenn die Notenbank eher zögerlich agiert, deutet sie weitere Zinserhöhungen für die nächsten Monate an.

Während die Wachstumszahlen in Japan volatil sind und das Bild damit unklar ist, liegt die Inflation recht hoch – sogar höher als in der Eurozone oder in den USA! Daher wird die Bank of Japan ihren Straffungskurs grundsätzlich fortsetzen, selbst wenn mögliche

	gg. Euro	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
US-Dollar	1,11	1,10	1,10	1,15	1,15	1,15
Jap. Yen	158	158	154	155	155	155
Brit. Pfund	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88	0,88
Schw. Franken	0,94	0,97	0,97	0,97	0,97	0,98

* 18.09.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



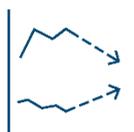
Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,5	0,5	0,8	1,4	8,4	5,4	2,4	2,4
Deutschland	1,4	-0,1	0,0	1,2	6,9	5,9	2,3	2,3
Frankreich	2,6	1,1	1,2	1,3	5,9	5,7	2,5	2,7
Italien	4,1	1,0	0,9	1,2	8,7	5,9	1,3	2,6
Spanien	5,8	2,5	2,8	2,0	8,3	3,4	3,0	2,7
Niederlande	5,0	0,1	0,2	1,7	11,6	4,1	3,0	2,3
Österreich	4,9	-0,7	0,0	1,5	8,6	7,8	3,3	2,6
Schweden	1,5	0,1	0,5	2,0	8,4	8,5	3,1	1,8
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,0	4,0
Tschechien	2,9	0,0	1,0	2,5	15,1	10,7	2,4	2,5
Ungarn	4,6	-0,7	1,5	3,0	14,5	17,6	4,0	4,0
Großbritannien	4,3	0,1	1,0	1,2	9,1	7,3	2,5	2,5
Schweiz	2,4	1,3	1,5	1,4	2,8	2,1	1,2	1,2
USA	1,9	2,5	2,5	2,2	8,0	4,1	3,0	2,5
Japan	1,1	1,7	0,2	1,3	2,5	3,3	2,2	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,9	4,5	4,4	3,7	2,0	1,9	2,3
China	3,0	5,2	4,7	4,5	2,0	0,2	0,7	1,7
Indien*	7,1	8,2	6,8	6,3	6,7	5,7	4,8	4,4
Russland	-2,1	3,0	3,0	2,0	13,7	5,9	7,0	4,5
Türkei	5,6	4,5	2,4	3,7	72,4	53,9	55,0	27,0
Lateinamerika**	3,7	2,1	1,7	2,5	14,9	18,3	26,1	8,2
Brasilien	2,9	2,9	2,2	2,0	9,0	4,6	4,0	3,5
Welt	3,0	3,1	2,9	3,0	7,0	5,0	4,6	3,0

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab Juni 2023 Umstellung auf Basisjahr 2017; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

*Indien: Financial Year; ** Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela; p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2023	Vormonat*		Q4/2024	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-85	-60	3,65	3,40	2,90	2,65	2,65
EZB Einlagenzins	-50	-25	3,50	3,25	2,75	2,50	2,50
Tagesgeldsatz €STR	-47	-25	3,42	3,20	2,75	2,50	2,50
3M Euribor	-45	-8	3,46	3,15	2,70	2,50	2,50
6M Euribor	-62	-17	3,24	3,05	2,70	2,55	2,55
2j. Bundesanleihen	-14	-13	2,26	2,20	2,10	2,10	2,20
5j. Bundesanleihen	12	-9	2,07	2,15	2,05	2,05	2,20
10j. Bundesanleihen	17	-5	2,19	2,10	2,00	2,00	2,30
2j. Swapsatz	-30	-21	2,50	2,50	2,40	2,40	2,50
5j. Swapsatz	-7	-12	2,36	2,50	2,40	2,40	2,55
10j. Swapsatz	-5	-6	2,44	2,50	2,40	2,40	2,70
20j. Swapsatz	-4	-3	2,48	2,50	2,40	2,40	2,70
30j. Swapsatz	-4	0	2,30	2,25	2,15	2,15	2,45
Fed Funds Target Rate	-50	-50	4,88	4,38	3,88	3,63	3,38
10j. US-Treasuries	-18	-15	3,70	3,80	3,70	3,70	3,80
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	11,7	1,2	18.711	19.000	19.300	19.500	19.750
Euro Stoxx 50	6,9	-1,0	4.835	5.050	5.100	5.150	5.200
Dow Jones	10,1	1,9	41.503	41.500	41.800	42.100	42.400
S&P 500	17,8	0,9	5.618	5.650	5.700	5.750	5.800
Nikkei 225	8,7	-4,8	36.380	40.500	40.900	41.300	41.700
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	23,1	2,9	2.301	2.273	2.273	2.261	2.261
Gold \$/Unze	24,0	3,0	2.559	2.500	2.500	2.600	2.600
Brentöl \$/Barrel	-4,4	-4,6	74	88	90	92	92
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-0,7	-0,1	1,11	1,10	1,10	1,15	1,15
Japanischer Yen	-1,6	2,8	158	158	154	155	155
Britisches Pfund	3,0	0,9	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88
Schweizer Franken	-1,3	0,6	0,94	0,97	0,97	0,97	0,98

* 22.08.2024 ** 18.09.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory
Rentenstrategie
Aktienstrategie
Devisenstrategie, Großbritannien
Gold
Immobilien

Rohöl
Deutschland, Eurozone, Branchen

USA, China

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24
Ulf Krauss (uk) 47 28
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23
Christian Apelt (ca), CFA 47 26
Claudia Windt (cw) 25 00
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19
Paul Richter (pr) 79 58
Ralf Umlauf (ru) 11 19
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50
Simon Azarbjani (saz) 79 76
Patrick Franke (pf) 47 38
Ulrich Wortberg (uw) 36 16

Durchwahl
069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>